

Cross-holding, double-edged sword

上市公司交叉持股是把双刃剑

文 / 陈 政

上市公司交叉持股具有财富放大效应,在投资者心理预期或持续资金流入的推动下,它成为神奇的“永动机”,积聚着股市的泡沫

上证指数从2005年底开始一路飙升,绝大多数公司股价早已翻番。与此呼应,上市公司交叉持股的投资使账面价值水涨船高,形成诱人的财富效应。2007年以来,交叉持股的财富效应对股价的推动表现得更加淋漓尽致。然而,它也是把双刃剑,如果不能审慎对待,将助长一部分股票的估值泡沫。

交叉持股造就牛市财富神话

一个简单的例子即可展现交叉持股财富效应的产生路径。假设B公司持有A公司10%的流通股,后者得益于管理卓越、战略实施成功,导致股价上升,B公司股权投资的市值相应增加,且至少有以下途径将增值体现于财务报表:

如B公司曾对A公司股权投资计提减值准备,则至少转回计提部分形成当期收益;出售股权“落袋为安”,直接形成投资收益;按照公允价值列示,形成“利得”。对于B公司的股东而言,面对如此收获喜悦,又会上演净利润增加、股价随之水涨船高的一幕,如果有C公司、D公司持有其股权,他们将继续分享增值蛋糕,如此往复进行下去,便产生连锁的股票增值和财富放大效应。

仅仅是市场运行状况改观,导致股价攀升,财富效应的列车便会开动起来。这正是目前股票场所看到的现象。岁宝热电、两面针今年以来的惹眼表现就很典型。

当然,投资者对会计信息的研判能力和市场的多空情绪也决定财富效应的空间。如果投资者“锁定”于具体盈利数字,而对盈利组成及其质量视而不见,并且受到市场乐观情绪感染的感染,对此趋之若鹜,交叉持股的财富效应就越发显著。由此,交叉持股的财富神话一时间在股市连连上演。

交叉持股利润信号被市场误读

在市场处于较高估值水平和新会计准则实施之际,交叉持股的增值收益容易被投资者误读,蕴涵着泡沫的风险。因此,交叉持股是把双刃剑,利弊参半。

交叉持股双方“荣辱与共”,风险放大。当资本市场处于上升时期,上市公司股权投资随之增值,直接推高股价,

并可能触发新一轮增值,财富循环往复放大之间,也吹大了股市泡沫。当股市长期下跌时候,这种持股减值同样会产生“反作用”,使双方公司陷入“股价下

跌—计入投资损失—股价下跌”的恶性循环。牛市阶段,上市公司和投资者尝到了财富正向放大的蜜饯。回顾2004年公司大量计提投资减值准备的情形,则是陷入“循环缩水”陷阱的明证。近期市场下跌中,交叉持股公司股价回落就

颇为凶猛。

更令人担心的是,交叉持股的利润信号被市场误读,甚至形成误导。持股增值带来的收益具有非主营、非持续等特点。若投资者不能将其与主营业务利润区别对待,直接后果就是把偶尔一见的“月食”当做日常的“浮云蔽月”,以同等的市盈率(股票市价/每股收益)热情追捧。

当前,持股增值成为投资热点被竞相推荐,甚至增值部分被模拟折算为每股收益并直接套用本已高企的市盈率,

在市场处于较高估值水平和新会计准则实施之际,交叉持股的增值收益容易被投资者误读,蕴涵着泡沫的风险

惊呼“价值低估”，美其名曰“价值发现”。将非经常性损益“经常化”对待是股票估值中的一种误导。更有公司可能会进行“洗利润”，将原本属于证券投资所得收益粉饰为主营利润，手法十分恶劣，属于典型的财务欺诈行为。

我们不愿看到市场积聚泡沫。如果上市公司漂亮的财务报表后面并没有主营业务支撑，据此进行股票估值，极有可能酝酿为泡沫。

一方面，最终增值收益可能是水中望月，收益转化为现金，终需面对流动性问题。上市公司持股增值的财富尚属纸上富贵，如果要变现，尤其是集中兑现，市场的心态、股价可能瞬时扭转，财富迅速缩水。

另一方面，在投资者热衷于持股增值之时，常用的诸多市场基本面指标早已失真，不能反映上市公司真实盈利能力。股价上涨无法脱离资金供求的规律，因此，财富故事的传唱离不开资金来源不断地流入来维系。新开户热潮、人民币升值预期等因素恰恰迎合其资金供给需要，泡沫风险展露无遗，而且越吹越大。

审慎对待交叉持股利润

对于投资者，上市公司交叉持股导致部分投资收益激增，前后各期财务报告可比性下降，投资者需要费些精

力对利润进行拆解和还原。

对主营业务盈利，投资者应以正常市盈率对待，而对一次性的股权投资收益，按照市净率（股票市价/每股净资产），或1:1的关系纳入股价，也许更为稳健、恰当。同样的，在市场低迷时，减值准备计提压力下收益不佳，未必是公司基本面恶化的表现（不务正业，以委托理财为生的上市公司另当别论），过度悲观也不可取。因此，投资者在追逐交叉持股等市场热点的同时，多几分思考，关注公司下一步运作，不失为一种上策。

对于上市公司，由于股权增值具有非经常性和非持续性的特点，面对丰厚的交叉持股增值和收益，稳健经营、细水长流更为可取。这样做可以避免投资者误将股权增值收益当做主营业务，避免上市公司业绩的大起大落。

有些上市公司通过变现，将交叉持股增值落袋为安，这未必就是不稳健的表现，关键还要看公司的管理水平。投资变现一方面形成巨额投资收益，另一方面可以手握大量现金。但此收益非彼收益，上市公司不必过度欢呼雀跃。上市公司不妨将变现带来的可观现金视为一笔不增加股本的募集资金。如果上市公司能够进行有效投资，通过稳健经营形成新的利润增长点，结果会更加喜人。

有一种类似于上市公司交叉持股的现象需要注意，即股东在产业资本与金融资本往来中可能布下“陷阱”。

战略投资者演变为战略投机者。上下游企业之间原料供应、产品销售方面的互利会形成交叉战略持股。面对全流通之后上市公司股价上升带来的财富诱惑，部分战略持股人可能放弃原本通过商品市场赚取利润的盈利模式，转而追逐二级市场的资本变现：通过调节产品购销价格，向上市公司输送利润以抬高股价，但同时也在二级市场大把变现——失之东隅、收之桑榆，借机实现产业资本向金融资本的完美“升级”。

大股东的戏法。目前定向增发进行得如火如荼，大股东可能凭借其控制力，以操纵上市公司利润等方式压低股价，实现低价增发，同时用募集资金收购大股东评估增值后的资产。在投资者火热追捧整体上市、资产注入等炒作题材的情况下，上述交易得以顺利实施。而大股东不但实现了产业资本向金融资本的快速转变，而且低价发行、摊薄公司每股收益，还会造成中小股东利益向大股东转移。

对这两类上市公司，投资者应避而远之。

陈政 厦门大学管理学院

